

# La posición externa de la economía española: claves para reducirla

Documento de trabajo 02/16

Julio de 2016



## Resumen

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

**Jorge Meliveo**

Economía española

**Judit Montoriol**

Economía española

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

- La economía española se encuentra en un proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que se generaron en la anterior etapa expansiva. Destaca la importante mejora de la posición externa. Si bien el saldo por cuenta corriente se ha reconducido, de un déficit del 10% del PIB en 2007 se anotó un superávit del 1,4% en 2015, la economía española aún cuenta con un saldo deudor muy elevado con respecto al resto del mundo.
- Es necesario que tanto el crecimiento económico como la suma de la cuenta corriente y la de capital se mantengan, como mínimo, en los niveles actuales durante más de una década para poder reducir la posición de inversión internacional neta (PIIN) del -90,5% del PIB en 2015 hasta niveles considerados como más sostenibles (-35% según la Comisión Europea).
- Mientras no se alcancen estas cotas, la economía española seguirá en una posición de elevada vulnerabilidad ante perturbaciones adversas. En este trabajo analizamos la sensibilidad de la trayectoria prevista de la PIIN ante *shocks* en la rentabilidad implícita del activo y del pasivo externos.
- En el caso de la rentabilidad implícita del activo, el *shock* consiste en una recesión severa en Latinoamérica, lo que reduce los ingresos de rentas de la inversión extranjera directa (IED) española en la región. En este escenario, la PIIN se corrige a un ritmo ligeramente inferior que en el escenario central y todavía se sitúa en el -52% del PIB en 2024.
- Dado el elevado volumen de deuda en el pasivo externo, cambios en los tipos de interés afectan sustancialmente a los pagos de intereses al exterior. En el caso de un *shock* de riesgo medio, en el que la prima de riesgo española repunta de forma temporal hasta los 180 p. b., la corrección de la PIIN sería más lenta (-55% en 2024). Pero de materializarse un *shock* más extremo, en el que la prima de riesgo permaneciese elevada en los 500 p. b. de forma persistente, la reducción del saldo deudor se vería muy comprometida, pues en 2024 se seguiría situando en el -71% del PIB.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. CaixaBank no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© CaixaBank, S.A. 2016

© Jorge Meliveo

© Judit Montoriol

## 1. Introducción

Una de las variables macroeconómicas clave para determinar la vulnerabilidad exterior de una economía es su posición inversora internacional neta (PIIN).<sup>1</sup> En el 4T 2015 la posición deudora neta de España fue del 90,5% del PIB, lo que sitúa la economía española en una posición de elevada vulnerabilidad ante perturbaciones adversas, como puso de manifiesto, por ejemplo, el episodio de sequía de financiación de 2012-2013.

En el año 2000, España registraba una PIIN en torno al -35% del PIB, umbral de referencia establecido en el “Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos” de la Comisión Europea.<sup>2</sup> Sin embargo, desde 2001, esta se deterioró de forma significativa hasta registrar un máximo del -97,7% del PIB en el 1T 2015, una de las posiciones deudoras netas más elevadas del mundo. De hecho, a finales de 2015, tan solo EE. UU. contaba con un saldo deudor más elevado en términos absolutos.

La economía española se encuentra inmersa en un proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que se gestaron en la anterior etapa expansiva, entre los cuales destaca el externo. Si bien los flujos se han logrado reconducir, el saldo por cuenta corriente, que anotó un déficit del 10% del PIB en 2008, lleva más de tres años consecutivos en superávit, el *stock*, la elevada posición deudora es una de las asignaturas pendientes. Resulta, por tanto, de gran importancia analizar la futura trayectoria de la PIIN. En este documento de trabajo, se realizan una serie de escenarios sobre el devenir de esta variable en el medio y largo plazo, analizando posibles focos de debilidad e identificando sus fortalezas.

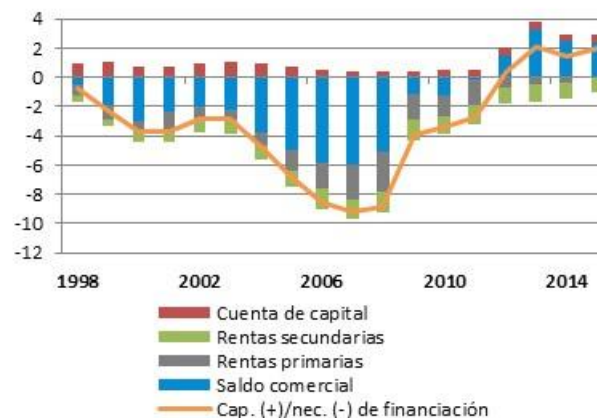
Posición de inversión internacional neta (PIIN) en 2015.

País	PIIN (% del PIB)	PIIN (€)
Grecia	-126,7	-222.990
Portugal	-109,6	-196.513
España	-90,5	-978.321
Irlanda	-81,1	-155.559
EE UU.	-42,0	-6.772.111
Italia	-26,7	-437.148
Francia *	-19,6	-419.782
Reino Unido	-3,4	-90.120
Alemania	49,3	1.491.451
Países Bajos	66,7	452.750
Japón	72,6	2.658.924

Nota: \* Dato correspondiente a 2014.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI y Banco de España

Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

<sup>1</sup> La PIIN es la diferencia entre los activos que los residentes en España tienen en el resto del mundo y los pasivos del resto del mundo en España.

<sup>2</sup> European Commission (2012) - Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances, págs. 8-10.

## 2. Mecanismos de corrección

### 2.1. La cuenta corriente y los efectos valoración

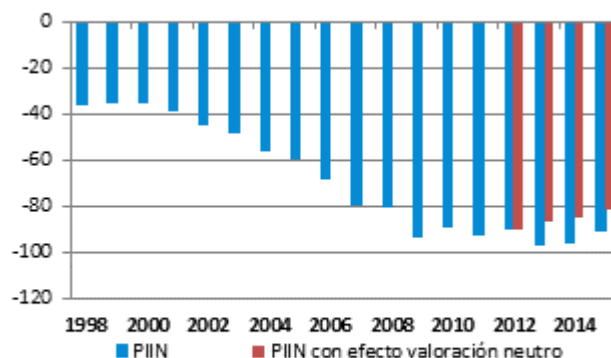
Antes de comenzar, resulta de utilidad definir la relación entre los elementos de la balanza de pagos (BP) y la PIIN. Las operaciones de capitales de los residentes con el resto del mundo, recogidas en la cuenta financiera de la BP, determinan, en gran medida, los movimientos de la PIIN. Además, dado el sistema de contabilidad por partida doble de la BP, la cuenta financiera es equivalente a la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital, también conocida como capacidad (+) o necesidad (-) de financiación.<sup>3</sup> Así, un país con capacidad de financiación puede aumentar sus activos en el exterior (o repagar pasivos) y de esta manera reducir la PIIN. El otro gran determinante de la PIIN son los cambios en la valoración de los activos y los pasivos, que reflejan, entre otros, variaciones de su precio de mercado en moneda local y el tipo de cambio.

La reducción del saldo deudor en porcentaje del PIB, por tanto, se puede realizar a través de los distintos componentes de la cuenta corriente (el saldo comercial, el de rentas primarias y el de rentas secundarias), de la cuenta de capital, o mediante el crecimiento del PIB. El deterioro de la PIIN entre 1998 y 2012, de 54 puntos del PIB, responde en su mayoría a la evolución del saldo por cuenta corriente, que fue deficitario durante todo el periodo. Los efectos valoración también contribuyeron negativamente, y de forma significativa, al aumento del saldo deudor. En sentido contrario, el crecimiento del PIB (efecto denominador) contribuyó positivamente en 27 p. p., lo que no fue suficiente para compensar los otros dos efectos. En los últimos tres años los efectos valoración tampoco han jugado a favor, pues si bien la balanza por cuenta corriente se encuentra en superávit desde 2013, la posición deudora no ha dado señales de mejora hasta el 2T 2015. Esto se debe atribuir, en su totalidad, a los efectos de valoración, puesto que el crecimiento del PIB ha contribuido positivamente en 3,4 p. p. Así, si los efectos de valoración hubieran sido neutros, las

transacciones financieras acumuladas en este período habrían reducido la posición deudora del 90,0% en 2012 hasta el 81,5% del PIB en 2015, en lugar del 90,5% efectivamente registrado.

En la actualidad, por tanto, la economía española aún cuenta con un saldo deudor muy elevado, lo que requiere un superávit externo y un crecimiento económico prolongado en el tiempo para reducirla a niveles considerados como más sostenibles.

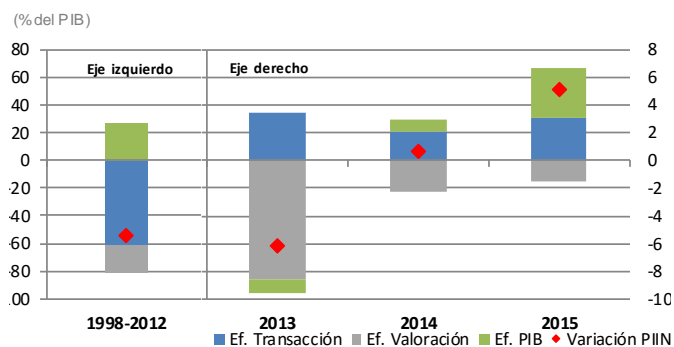
**Posición de inversión internacional neta**  
(% del PIB)



Nota: \* La PIIN con efecto valoración neutro se obtiene de acumular las transacciones de la balanza financiera tomando el 4T 2012 como referencia.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**Determinantes de la variación de la PIIN**



Fuente : CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

<sup>3</sup> También existe un apartado de errores y omisiones.

## 2.2. Descripción del escenario central

A continuación describiremos la evolución esperada de la PIIN de cara al futuro en base a las hipótesis que consideramos más plausibles sobre las variables que la determinan. Este es el escenario central sobre el cual pivotarán los ejercicios de sensibilidad que se presentarán en las secciones posteriores. Conviene destacar que, a pesar de su importancia en la práctica, asumiremos que los efectos valoración son neutros.<sup>4</sup>

Un aspecto esencial a la hora de elaborar escenarios sobre la evolución de la PIIN consiste en realizar una previsión del saldo por cuenta corriente. Lo más habitual es centrarse en el saldo comercial (en base a unas hipótesis de exportaciones e importaciones), y asumir que los saldos de rentas primarias y secundarias se mantienen en su promedio histórico. Sin embargo, la reducción del déficit de rentas primarias en los últimos años ha puesto de manifiesto la importancia de esta partida. Las diferencias de composición, entre un activo formado principalmente por inversión extranjera directa (IED) y participaciones de capital,<sup>5</sup> y un pasivo que es en su mayoría títulos de deuda, hacen que fluctuaciones en los tipos de interés o en la actividad económica mundial puedan afectar considerablemente a los ingresos y los pagos de rentas, y por consiguiente, a la cuenta corriente.

En este documento asumimos un saldo comercial constante en el medio plazo, igual al 2,6% del PIB, y nos centramos en el saldo de rentas primarias. Las previsiones sobre la evolución de las rentabilidades implícitas del activo y del pasivo<sup>6</sup> en el escenario central descansan sobre un supuesto fundamental sobre la evolución prevista de la política monetaria en el periodo de proyección. En

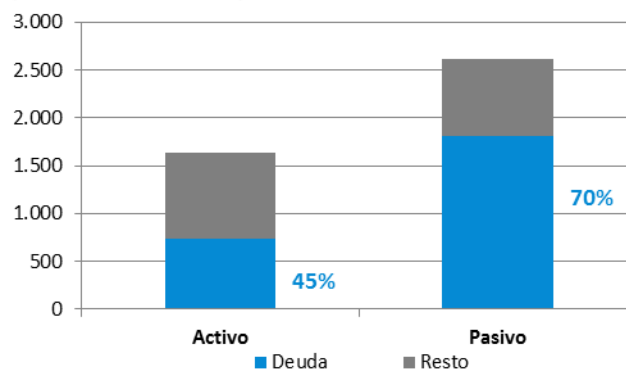
<sup>4</sup> Estimar los efectos valoración implicaría hacer hipótesis sobre la evolución del tipo de cambio y la revalorización de la bolsa, por ejemplo.

<sup>5</sup> El activo de la PIIN está compuesto por inversión extranjera directa, inversión en cartera (instrumentos de deuda y participaciones de capital), otras inversiones, derivados financieros y reservas del Banco Central.

<sup>6</sup> La rentabilidad implícita del activo (pasivo) se obtiene tras dividir los ingresos (pagos) de rentas primarias por el stock del activo (pasivo).

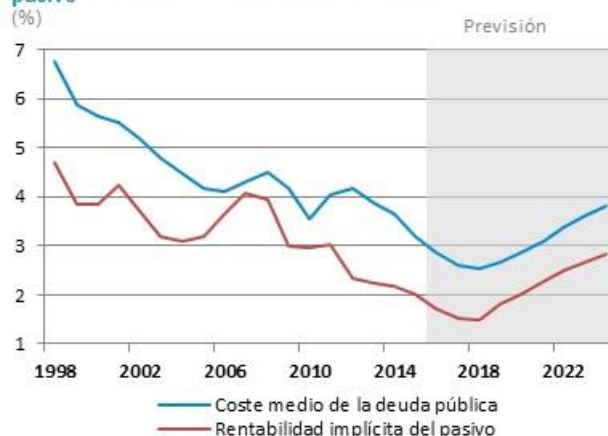
### Composición del activo y pasivo en 2015

(miles de millones de euros)



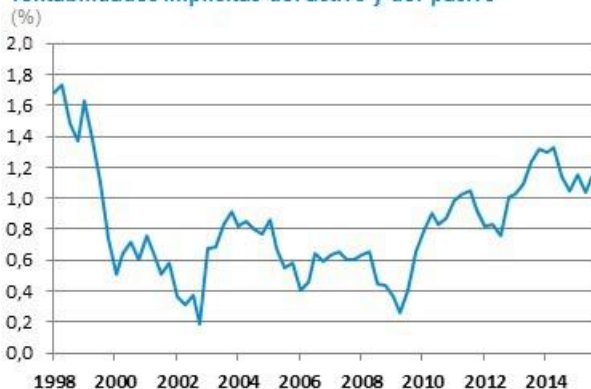
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

### Escenario central: rentabilidad implícita del pasivo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

### Escenario central: diferencial histórico entre las rentabilidades implícitas del activo y del pasivo



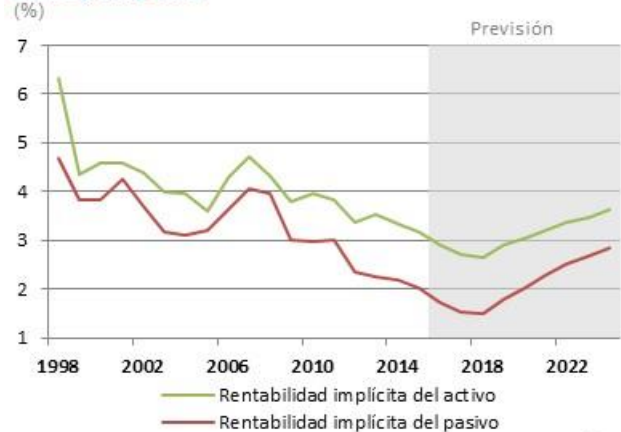
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

concreto, esperamos que esta sea acomodaticia durante un periodo prolongado de tiempo. Así, nuestro escenario central recoge un entorno de tipos de interés del mercado monetario muy reducidos hasta 2018, momento en que prevemos que el BCE comenzará la normalización monetaria con la primera subida del tipo oficial en junio. Con todo, prevemos que este proceso será muy gradual y que los tipos de interés no alcanzarán su nivel de equilibrio hasta 2022. La rentabilidad de los bonos soberanos españoles también se mantendrá en cotas bajas gracias al programa de compras del BCE, aunque la mejora macroeconómica favorecerá el aumento gradual de los tipos a largo plazo. En base a esta hipótesis de los tipos de interés, estimamos la senda que seguirá la rentabilidad del pasivo de la PIIN, usando la relación histórica entre ella y el coste medio de la deuda pública. Dado que el 75% de los pasivos son a largo plazo, solamente una proporción de ellos se renueva cada año. Ello implica que la rentabilidad del pasivo se “mueve” más lentamente que los tipos de interés del mercado *spot*. De este modo, los bajos tipos de interés seguirán presionando a la baja la rentabilidad del pasivo durante los próximos dos años y a continuación iniciará una suave senda ascendente hasta llegar al 2,8% en 2024.

La previsión de la rentabilidad implícita del activo se deriva a partir del diferencial entre las rentabilidades implícitas del activo y del pasivo. Este diferencial se mantuvo relativamente estable, en torno al 0,7%, entre 1999 y 2010. Sin embargo, se observa desde entonces que la caída de la rentabilidad del pasivo ha sido más pronunciada, aumentando el diferencial hasta el 1,15% en 2015, prácticamente el doble que en el período anterior. Las principales razones que explican este aumento son, por el lado del pasivo, el elevado peso que representa la deuda y el cambio de composición en la misma, dónde la deuda pública, financiada a tipos de interés más reducidos que la privada, ha ganado peso. En cambio, la rentabilidad implícita del activo no se ha visto afectada del mismo modo, dado que la deuda pública tiene un menor peso y que el activo español está más diversificado fuera de Europa. A partir de un modelo de regresión

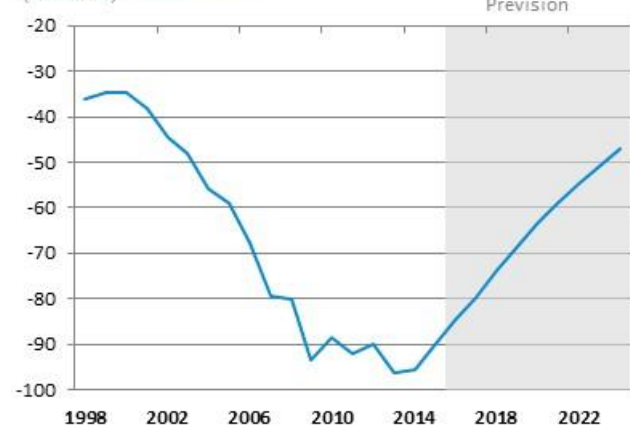
simple en el que los factores explicativos del diferencial de rentabilidades son la deuda pública total y el Euribor a 3 meses (como *proxy* del grado acomodaticio de la política monetaria), construimos la previsión del diferencial en el horizonte de proyección. Según esta estimación, el diferencial continuará dos años más en los niveles actuales y entonces comenzará a converger hacia su promedio histórico (0,8%).

**Escenario central: rentabilidades implícitas del activo y del pasivo**  
(%)



Fuente: CaixaBankResearch, a partir de datos del Banco de España.

**Escenario central: PIIN**  
(% del PIB)



Fuente: CaixaBankResearch, a partir de datos del Banco de España.

### 3. El activo de la PIIN: las inversiones españolas en el exterior

En 2015, el activo de la PIIN (excluyendo al Banco de España) sumaba 1,4 billones de euros (134% del PIB). La principal partida del activo era la inversión extranjera directa española en el exterior, que representaba un 40%. El resto se repartía entre la inversión en cartera (30%), las otras inversiones (22%) y los derivados financieros (8%). A continuación analizaremos los dos principales componentes en detalle.

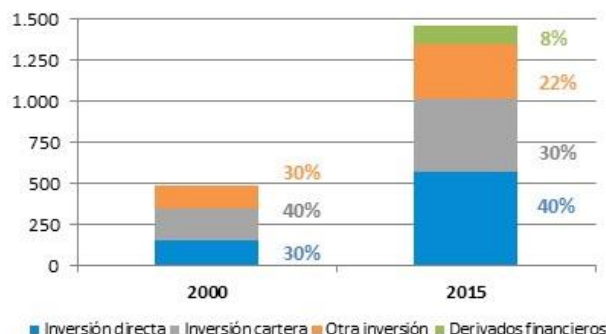
#### 3.1. Inversión extranjera directa: distribución geográfica

Los tres principales bloques receptores de la IED española en 2013<sup>7</sup> fueron, por orden de importancia, Europa, América Latina y EE. UU. Sin embargo, conviene señalar que la IED española destinada a Latinoamérica (el 28%) fue mayor que la recibida por la eurozona (el 26%). Este reparto de la IED española contrasta con el de las exportaciones de bienes en 2014, de las cuales el 50% fueron a la eurozona y tan solo el 6% a Latinoamérica. Además, esta distribución difiere considerablemente de la del resto de países europeos, mucho menos concentrados en América Latina pero con una presencia considerablemente mayor en Europa y Asia.

Existen al menos dos fortalezas en cuanto a la distribución de la IED española se refiere. La primera tiene que ver con el hecho de que dentro de una misma zona geográfica existe un elevado grado de heterogeneidad. Así pues, pese a que el principal receptor de la IED española en América Latina es Brasil, que se encuentra inmerso en una profunda recesión, también son importantes receptores otros países con mejores perspectivas, como México o Chile. De esta manera, si clasificamos todos los países según su crecimiento previsto en 2016, en lugar de por ubicación, la distribución de la IED española no difiere tanto de la europea. Si bien es cierto que los países con

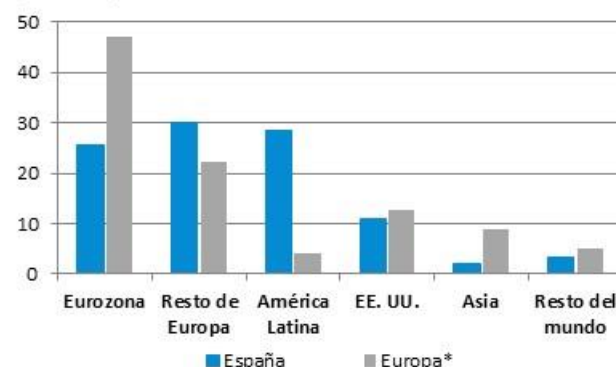
<sup>7</sup> Últimos datos de Eurostat. Puesto que las inversiones directas de España en el exterior son un stock de aproximadamente el 50% del PIB en 2014, la distribución geográfica es relativamente estable en el tiempo.

Activos financieros en el exterior por tipo de instrumento  
(miles de millones de euros)



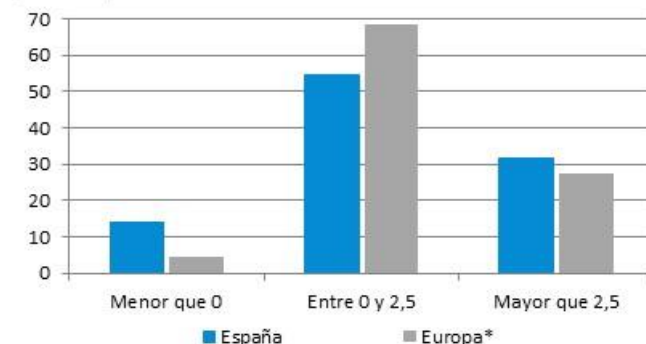
Nota: \* Excluye al Banco de España.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

Inversión extranjera directa por destino geográfico en 2013  
(% del total)



Nota: \* Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Inversión extranjera directa en función del crecimiento del país receptor en 2016  
(% del total)



Notas: \* Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.  
\*\* Países ordenados según el crecimiento previsto en 2016 por el FMI. Datos de IED de 2013.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y el FMI.

crecimiento negativo concentran una mayor proporción de la IED española, también lo hacen los países con mayor crecimiento. En este sentido, es posible que la rentabilidad de la IED española respecto a la europea sea más volátil, aunque en media deberían ser similares.

La segunda fortaleza reside en el hecho de que Latinoamérica fue una de las regiones más rentables para la IED española entre 2008 y 2013 (algo en lo que puede influir la importancia de los lazos culturales): prácticamente duplicó la rentabilidad de las inversiones en la eurozona y cuadruplicó la de las inversiones en EE. UU. Además, la relativa estabilidad de la rentabilidad histórica indica que esta última no es muy volátil a lo largo del ciclo económico. ¿Acaso es América Latina una zona de mayor rentabilidad para todos los países? Un análisis de las rentabilidades obtenidas por nuestros socios europeos revela que esto no es necesariamente así, y que España no solo invierte más en América Latina, sino que además, estas inversiones tienen una rentabilidad mayor de la que obtienen el resto de países europeos. Sin embargo, otras regiones emergentes de gran potencial como Asia o Europa del Este reportan una mayor rentabilidad a otros países europeos que a España.

En definitiva, el gran peso que tiene la IED en el activo español, combinado con la exposición a Latinoamérica y la menor proporción destinada a regiones de elevado crecimiento potencial como Asia (en comparación con el resto de países europeos), hacen que las turbulencias en los países emergentes puedan repercutir sobre la PIIN española a través de menores ingresos de rentas.

### 3.2. Inversión en cartera: el sesgo doméstico

La diversificación internacional de la cartera de inversión ofrece importantes beneficios en términos de un mejor perfil riesgo-retorno. Sin embargo, la mayoría de los países desarrollados tienen un elevado porcentaje de su inversión en cartera en el mercado nacional, fenómeno conocido como "sesgo doméstico". En la eurozona se observa un sesgo similar, ya que los países que comparten la moneda única invierten una mayor proporción de

Rentabilidad de la inversión extranjera directa en 2013 (%)

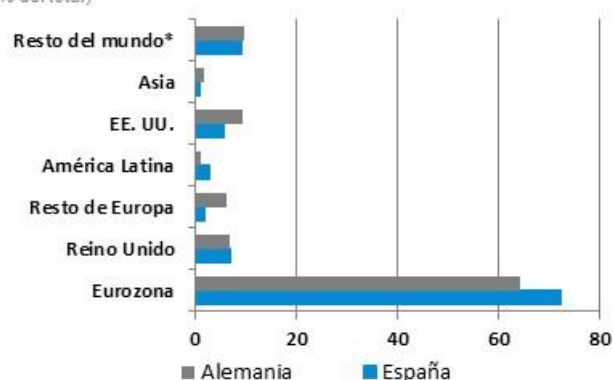
Receptor	Emisor	
	España	Europa*
Eurozona	3,8	6,0
Reino Unido	4,6	7,2
República Checa	7,8	10,0
Hungría	-3,9	17,7
Polonia	2,9	6,5
Turquía	4,9	7,0
EE. UU.	2,0	0,8
Canada	3,7	5,5
América Latina	8,8	6,2
Brasil	7,8	3,8
México	11,0	7,5
Chile	8,0	3,1
Argentina	8,6	10,2
Australia	3,2	5,9

Nota: \* Promedio ponderado de Alemania, Italia y Países Bajos.

Fuente: CaixaBank research, a partir de datos de Eurostat y el FMI.

Inversión en cartera por destino geográfico en 2014

(% del total)

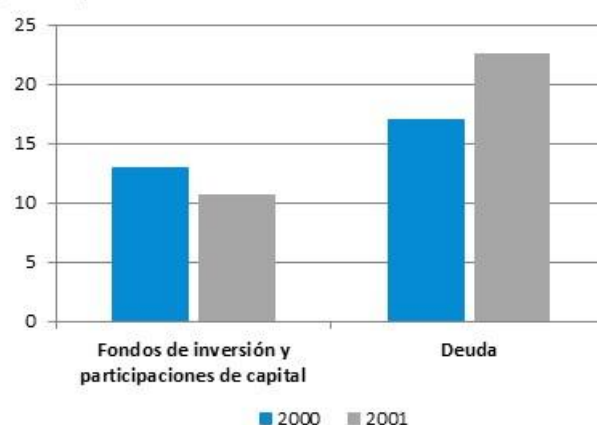


Nota: \* Incluye regiones sin clasificar y confidenciales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (CPIS).

El activo de la inversión en cartera

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

su cartera entre ellos mismos en comparación con lo que invierten en países de fuera de la eurozona. Entre los motivos por los que esto sucede destacan: los menores costes de transacción, la eliminación del riesgo asociado al tipo de cambio, la política monetaria común o el mejor conocimiento del mercado y las empresas en las que se invierte gracias a la proximidad.

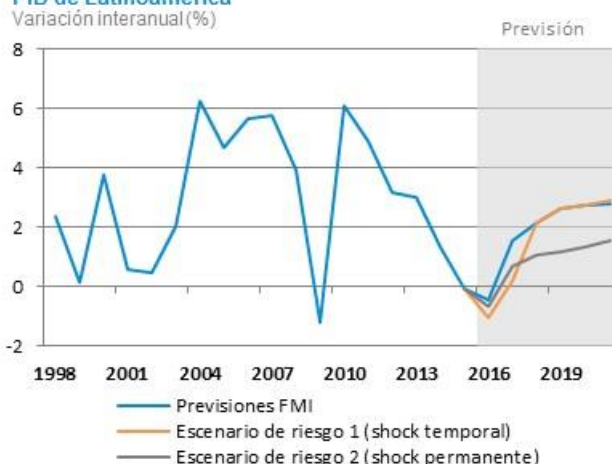
En el caso de España, en 2014, el 73% de la inversión en cartera extranjera se encontraba en la eurozona y el 7% en Reino Unido, lo que hace que más del 80% estuviera destinada a la Unión Europea. Esta distribución de la inversión en cartera es similar a la de otros países como Francia o Alemania, aunque, al igual que sucede con la IED, el resto de países europeos tienen un porcentaje menor en Latinoamérica que compensan con un mayor peso en EE. UU., el resto de Europa y Asia.

### 3.3. Escenarios de rentabilidad del activo

Tras analizar la composición del activo de la PIIN, identificamos la desaceleración de los países emergentes, y en especial de Brasil, como el principal foco de vulnerabilidad. Nuestro primer conjunto de escenarios consistirá en analizar la sensibilidad de la rentabilidad del activo total español en el resto del mundo a través de un *shock* en la rentabilidad de la inversión extranjera directa en América Latina.<sup>8</sup>

En los dos escenarios alternativos que planteamos, consideramos que el crecimiento en América Latina será más reducido de lo inicialmente previsto por el FMI.<sup>9</sup> Esta desviación del escenario central se podría explicar por una recuperación menor de lo previsto del precio de las materias primas, lo que unido a la fragilidad del tramado institucional de la región acentuaría su crisis. Asumimos que el menor crecimiento de Latinoamérica se traduce en

#### PIB de Latinoamérica



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO).

#### Escenarios del activo: rentabilidad implícita del activo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

<sup>8</sup> Sería complicado introducir un *shock* en la rentabilidad total del activo (incluyendo la rentabilidad de la inversión en cartera) que fuera ortogonal a la rentabilidad del pasivo, pues los instrumentos de deuda, que aún representan el 50% de la inversión en cartera, dependen en gran medida de la política monetaria del BCE.

<sup>9</sup> Previsiones del FMI de abril de 2016 (WEO).

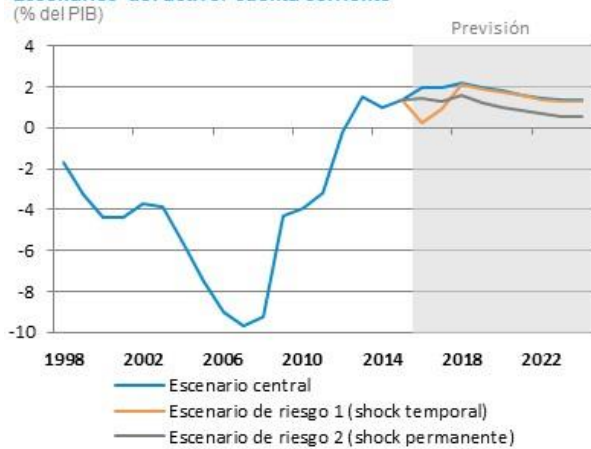


una reducción proporcional de los ingresos de IED y, tras ponderar por el peso que representan los ingresos de IED de América Latina en el total de las rentas de la inversión, en una reducción de la rentabilidad implícita del activo.

En el primero de los escenarios se asume un *shock* de carácter temporal con una duración de tres años, en el que la caída del PIB es muy acusada en 2016, pero dónde la senda de crecimiento del escenario central se recupera a partir de 2018. Al reducirse considerablemente el diferencial entre la rentabilidad del activo y del pasivo en los dos primeros años, el empeoramiento del saldo de rentas primarias tiene un efecto significativo sobre la cuenta corriente en el corto plazo que, sin embargo, se deshace en 2018 cuando esta vuelve al nivel del escenario central. El efecto de este *shock* temporal sobre la PIIN en largo plazo es de magnitud limitada. En concreto, en 2024 la PIIN se situaría en el -49% del PIB, 2 puntos de PIB más negativa que en el escenario central.

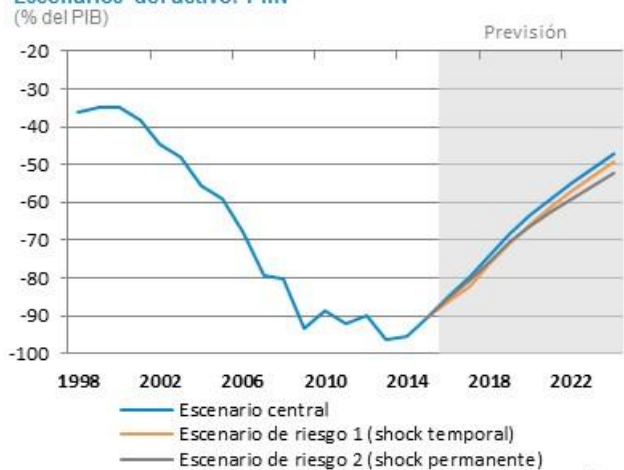
En segundo lugar, consideramos un escenario dónde el *shock* tiene un carácter permanente, por lo que el crecimiento de Latinoamérica será inferior en todo el horizonte de proyección. Este tipo de *shock*, a pesar de tener un impacto menor en el corto plazo, sí que afectaría en mayor medida la corrección de la PIIN en el largo plazo. En particular, la PIIN se situaría en el -52% del PIB en 2024, unos 6 puntos de PIB más deudora que en el escenario central.

#### Escenarios del activo: cuenta corriente



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

#### Escenarios del activo: PIIN



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

## 4. El pasivo de la PIIN: las inversiones extranjeras en España

### 4.1. Caracterización del stock

El considerable deterioro de la PIIN entre los años 2000 y 2010 se explica, en gran medida, por el crecimiento del pasivo, que se triplicó en este periodo al pasar de 0,8 a 2,3 billones de euros. Desde entonces, destaca el hecho de que, a pesar del cambio de composición entre deuda pública y privada, el volumen total de deuda española en manos de los no residentes apenas ha aumentado. Por tanto, el aumento del pasivo de 0,3 billones desde 2010 se debe a la inversión extranjera directa y a las participaciones de capital.

El apalancamiento del sector privado fue uno de los principales desequilibrios macroeconómicos del ciclo expansivo anterior. Una parte considerable de este endeudamiento fue a parar a manos de inversores extranjeros, lo que hizo que la deuda externa bruta del sector privado se duplicara, del 66% del PIB en 2002 al 140% en 2012, desde dónde ha caído, tímidamente, hasta el 117% del PIB en 2015. Esta reducción habría sido mayor si se excluyera al Banco de España (BdE), pues la institución, encargada de canalizar los fondos Europeos, ha absorbido una parte considerable de la deuda privada. Es por esto que incluir o no al BdE a la hora de analizar la posición de vulnerabilidad de la deuda externa es de gran importancia. Si bien se podría excluir, al no estar sujeto a riesgos de refinanciación, de hacerlo, estaríamos sub-estimando la vulnerabilidad externa.

Un matiz a tener en cuenta es que, en comparativa internacional, la deuda externa de España no es de las más elevadas de Europa, pues por ejemplo, la deuda alemana representa un 150% de su PIB, la de Francia un 217% y la de Reino Unido casi un 300%. Además, tres cuartas partes de la deuda externa española tiene vencimientos a largo plazo, y el 90% está denominada en euros, por lo que cuenta con un riesgo de tipo de cambio reducido.

### Composición del pasivo

(billones de euros)

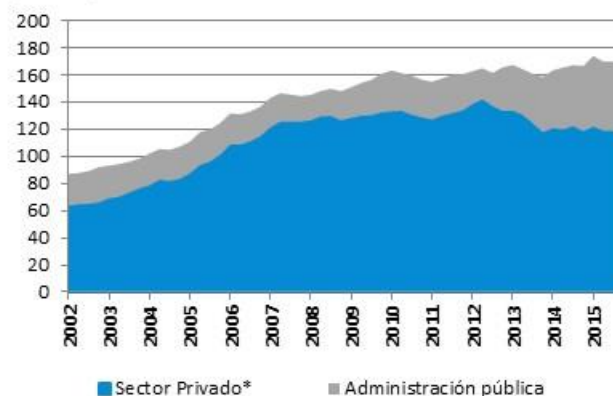


Nota: \* Incluye al Banco de España.

Fuente: CaixaBankResearch, a partir de datos del Banco de España.

### Deuda externa bruta de España

(% del PIB)

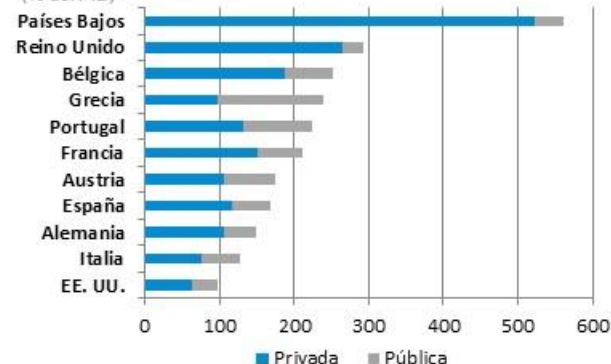


Nota: \* Incluye al Banco de España.

Fuente: CaixaBankResearch, a partir de datos del Banco de España.

### Comparación internacional de la deuda externa bruta en 2015

(% del PIB)



Fuente: CaixaBankResearch, a partir de datos del Banco de España y del Banco Mundial (Quarterly External Debt Statistics).

## 4.2. Los flujos de entrada de capital

Desde el inicio de la recuperación económica en el 3T 2013, España ha registrado un notable aumento de las entradas de capital. Es tal el ritmo de crecimiento que, tanto en 2014 como en 2015, las entradas netas<sup>10</sup> de IED e inversión en cartera superaron los 80.000 millones de euros, cifras similares a las registradas entre los años 2000 y 2004, un período de grandes entradas de capital tras la creación del euro.

Aunque el *stock* de deuda externa privada sigue siendo elevado, en términos de flujos de capital se observan dos tendencias favorables. Si bien entre 1998 y 2007 el 60% del capital extranjero que entró en España fue en forma de instrumentos de deuda privada, desde 2008 se observa una desinversión por parte de los no residentes, coherente con el proceso de desapalancamiento, tanto en clave interna como externa, de las empresas y los hogares. En segundo lugar, desde 2014, se está produciendo un cambio de patrón en las fuentes de financiación empresarial, ya que los inversores extranjeros están aumentando sus participaciones de capital en las empresas españolas, alentados por el aumento de la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía y por el efecto positivo sobre la revalorización de la bolsa gracias al programa de expansión cuantitativa del BCE.

El principal foco de debilidad del pasivo reside en el cambio de composición de la deuda externa, donde la deuda pública ha aumentado su peso notablemente. La deuda pública cerró 2015 en el 99,2% del PIB, de la cual aproximadamente la mitad, unos 500.000 millones de euros, se encuentra en manos de inversores extranjeros. Ello es consecuencia de las elevadas entradas de capital extranjero en forma de instrumentos de deuda de las Administraciones públicas, que en 2015 representaron 70.000 de los 82.000 millones de euros que recibió España en total. Si bien el esfuerzo de desendeudamiento de las empresas ha sido notable, la reducción de la deuda pública es uno de los retos pendientes.

<sup>10</sup> Entradas netas de desinversión. Una entrada negativa significa una desinversión por parte del inversor extranjero. Excluye al Banco de España.

### Entradas de inversión extranjera directa e inversión en cartera\*

Acum. 12 meses (miles de millones de euros)

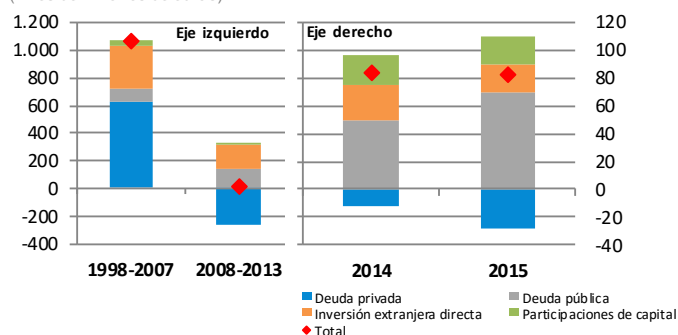


Nota: \*Neto de desinversión.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

### Entrada de inversión extranjera directa e inversión en cartera\*

(miles de millones de euros)



Nota: \*Neto de desinversión.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

## 4.3. Escenarios de rentabilidad del pasivo

La reducción del déficit de rentas primarias ha sido un elemento clave para corregir el saldo por cuenta corriente. Esta mejora en el saldo de rentas se explica, en su mayoría, por la caída de los pagos, pues se han visto muy beneficiados por el entorno de bajos tipos de interés. En esta sección presentamos dos escenarios sobre la evolución de las principales variables de interés (la PIIN y la cuenta corriente) ante *shocks* en la rentabilidad implícita del pasivo. Definiremos estos *shocks* como un repunte en la prima de riesgo española,<sup>11</sup> lo que aumentaría el coste medio de la deuda pública (y privada) y, por consiguiente, la rentabilidad implícita del pasivo.

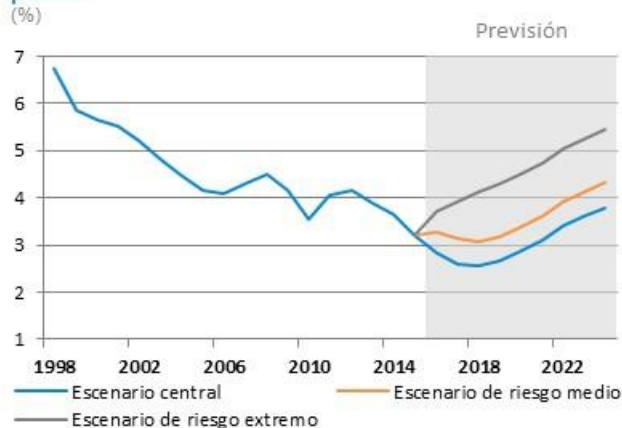
<sup>11</sup> Este será, por tanto, un *shock* ortogonal a la rentabilidad del activo, pues únicamente España tendrá que pagar un precio mayor para financiarse.

En el primer escenario alternativo, asumimos que la prima de riesgo de la deuda española a 10 años repunta hasta los 180 p. b. en 2016, para luego estabilizarse en 160 p. b. en el medio y largo plazo, considerablemente por encima de lo contemplado en el escenario central (100 p. b.). Este aumento de la prima de riesgo española podría venir motivado, por ejemplo, por un escenario de elevada incertidumbre política en la Unión Europea tras el *brexit*. En este escenario, la recuperación de la eurozona es más lenta de lo previsto y los países de la periferia se ven especialmente perjudicados. La prima de riesgo repunta de forma pronunciada hasta que el BCE anuncia nuevas medidas de estímulo y pospone hasta septiembre de 2018 la primera subida del tipo oficial. Este repunte aumenta el coste medio de la deuda española, lo que, asumiendo una rentabilidad del activo igual que en el escenario central, reduce el diferencial entre ambas rentabilidades implícitas, empeorando así la cuenta corriente. La implicación en el largo plazo sobre la PIIN de este escenario es una corrección sustancialmente inferior a la del escenario central, pues esta se situaría en torno al -55% del PIB en 2024.

El segundo escenario considera una situación extrema en el que la prima de riesgo se dispara a niveles similares a los alcanzados en 2012, en plena crisis de deuda soberana europea, superando los 500 p. b. Supondremos que se mantiene en estos niveles durante todo el episodio de proyección. El resto de variables toman los mismos valores que en el escenario central, de modo que este ejercicio debe entenderse como un análisis de sensibilidad al coste medio de la deuda externa y no tanto como un escenario propiamente construido con coherencia de todas las variables entre sí.

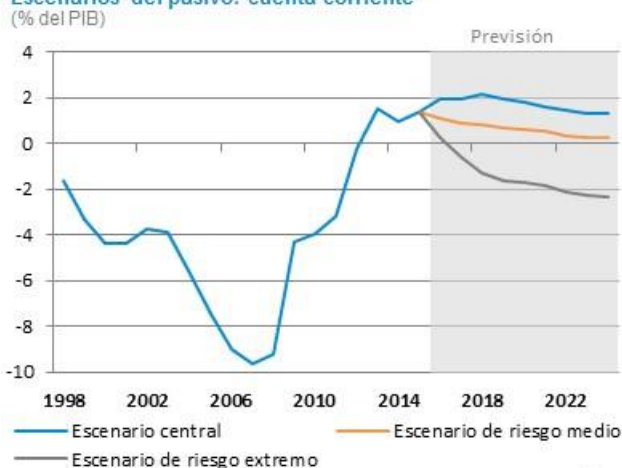
El aumento de los pagos de intereses en este caso, hace que las rentas primarias se vuelvan muy deficitarias, lo que dificulta en gran medida la corrección de la posición deudora, que se sitúa en el -72% del PIB en 2024, muy lejos del objetivo marcado por la Comisión Europea.

#### Escenarios del pasivo: coste medio de la deuda pública



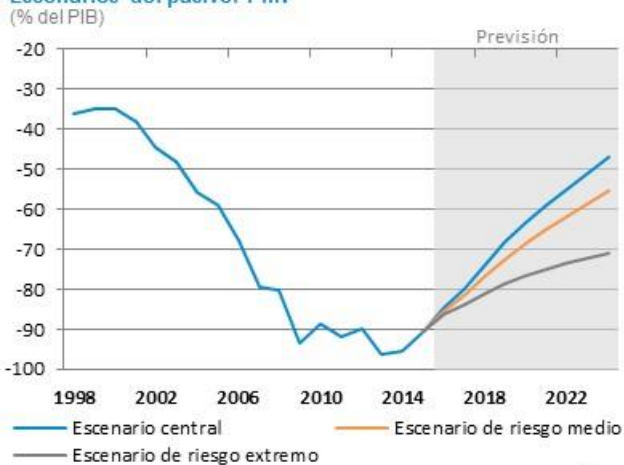
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

#### Escenarios del pasivo: cuenta corriente



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

#### Escenarios del pasivo: PIIN



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

## 5. Conclusiones

La elevada exposición de la IED española a América Latina hizo saltar, *a priori*, las alarmas, pues una crisis mayor de lo previsto podría repercutir negativamente al deteriorar los ingresos de rentas. Los escenarios sobre la rentabilidad del activo mitigan estos temores, pues descubrimos que en caso de ser algo temporal, el caso más probable, los efectos en el medio y largo plazo son contenidos. En el caso de ser un *shock* más persistente, los resultados muestran que el impacto sobre la cuenta corriente y la PIIN sería limitado gracias a la diversificación del activo español, tanto geográficamente como por instrumento. Sin embargo, el análisis asume unos efectos valoración neutros, lo que seguramente no sería el caso. De hecho, en este escenario cabría esperar que la valoración de los activos españoles en Latinoamérica se redujera significativamente, y ello repercutiría negativamente en la evolución de la PIIN.

Los escenarios de la rentabilidad del pasivo ponen de relieve que el entorno de tipos de interés bajos está ayudando de forma sustancial a la corrección de la PIIN española. Ello es así porque, a diferencia de lo que sucede con el activo, el pasivo está mucho menos diversificado, pues el 70% del mismo son instrumentos de deuda. Esto implica que cuando se inicie la normalización monetaria, y los tipos de interés encaucen una tendencia ascendente, sería deseable que la economía española esté menos endeudada con el exterior, ya que ello evitaría que el saldo de rentas primarias vuelva a ser deficitario.